

市场回顾、预估及操作建议

■ 千秋基业

2011年的A股，总体走势先扬后抑。自一季度出现反弹之后便逐级回落，直到四季度创年内低位，市场表现令人失望。如果说2008年的暴跌绞杀的是散户，那么2011年遭受冲击的对象则主要集中于机构。债市和股市投资失利，令许多偏股偏债类基金颇为受伤。鹤立鸡群的公募产品，就只有货币基金和中短期信托理财产品了，而QDII也仅限于阶段性表现，全年并无显著表现。这使得本就身陷信任危机的基金业雪上加霜，老基金份额不断流失，新基金愈渐受冷，如果后续行情没有明显改善，估计这一状况还将持续恶化。除基金业外，银行、券商和保险等凡涉及风险投资的金融产品，规模都在萎缩。有亏自然有赢，2011年中的大赢家分别有：通过解禁流通抛售的大小非们；通过“三高”IPO获得超额融资（或者增发）的上市公司，以及在此过程中分食利益链的各类参与企业和中介；通过股指期货持续做空现货指数获利的机构和交易者，包括专门从大宗交易接盘后，再在二级市场大力抛售的双向套利交易。另外，证券市场持续低迷，让许多机构转做PE私募，只要IPO还存在高价超募，虽风险巨大仍有巨大的利益诱惑，正是这种恶性循环进一步透支了一二级市场的获利空间，制约了行情发展。

A股行情将如何演化

目前至未来一段时期内，各类因素会左右股市走势。笔者从以下三方面着手，探讨后续行情将会怎样演化。

1. 基本因素：经过一系列的产业调控和通胀治理，经济通胀压力有所减缓，但也迫使实体经济增速出现同步下滑，同时，产能过剩现象仍十分普遍，经济滞涨风险依然如影随形。笔者认为未来经济环境将由“高通胀增速回落”过渡为“低通胀低增速”，对此，A股作为经济的先行指标，实际已提前做出反应。

2. 资金因素：2011年三季度之前，货币政策一直偏紧，金融机构普遍惜贷和调息，民间信贷风起云涌，而民间信贷的来源除热钱和产业资本外，也有一部分是从股市上融资所得。进入三季度以后，偏紧的信贷开始有所放松，四季度下调了银行存款准备金率。笔者预期2012年将会推出若干次下调存款准备金率及降息的措施，尽管利率起伏与A股走势并无直接关联，但不能忽视的是，信贷政策重新调整所释放的资金流，对患有“资金饥渴症”的上市公司和行业（如金融、地产和大部分基础制造业）的影响会相当明显。

3. 估值因素：个股表现随市分化，以蓝筹类为主的优质大盘股因缺乏足够的流动性大多走势乏力，而各类中小市值品种借助题材不时获得资金的阶段炒作，一些机构也不遗余力挖掘创业板的黑马，为即将在二级市场流通的潜力个股提前布局。2011年两市平均市盈率在16~10倍之间波动运行，经过连番下挫后，市场估值状态极不平衡，一部分业绩相对稳定的股票（包括部分指标板块）受到轮番阻击，价格节节下挫，但炒作虚高的概念题材却能获得资金追捧，这

种现象造成高价发行的新股进入二级市场后迅速破发。笔者预计2012年市场会继续分化局面，但角色将互换，身裹各色题材的“包装股”将渐渐失去往昔风光，当一大批既无实质业绩支撑又不能持续成长、单靠短期资金堆砌的题材类别，与另一些业绩增长稳定且价格偏低的品种形成强烈对比时，投资者的选择自然不言而喻。更何况，之前已有不止一家机构多番踩中“题材地雷”，对此投资者唯有退避三舍了。与此对应，被市场边缘化已久的大盘类品种，尤其是2011年被空头刻意打压的各板块龙头，将率领各自板块重新回到合理的估值水平。

操作建议

在操作层面上，耐心持有优质公司股票等待行情回升，特别是周期类行业的龙头企业的回升，回避针对单纯题材类的短期炒作，关注周期类品种的中期变化，部分安全边际凸出的非周期品种适合长期投资。如果在技术方面比较自信，要以考虑在市场震荡时适当进行波段操作，以谋求较佳的收益效果。若依然对基金抱有浓厚兴趣，除继续关注平衡型基金外，还可以关注表现大体平稳的QDII。激进的投资者或许更执着于ETF和分级进取类基金，当遇到市况极端低迷时可坚定分批介入，以此捕捉各个阶段赢取超额收益的机会。

在个股选择上，可从以下角度来考虑：①公司过往5年业绩始终保持年10%以上的平稳增长速度，持续的年限越长越好，期间业绩波动率越小越好；

统计数据对股票长期投资的启迪

■ 刘锡标

金融学者统计了20世纪16个发达国家的股票市场,观察到不同国家股票投资的名义收益扣除通货膨胀率之后的平均实际收益率都为正,而且它们之间的差距很小,t统计量只有1.3,这个数值远远小于常见的统计显著性水平。结论是美国股票市场描述收益特征的数据可以代表和反映世界其他国家股票市场的基本状况,可以作为经验数据来使用,当然对我国股票市场也不例外。我国股票市场历史不长,关于股票市场长期投资的数据说服力不强,本文主要采用美国资本市场的一些统计数据来对股票投资的特点进行介绍,希望从统计数据中反映出的历史经验能给投资者带来有益的启迪。

下面先从股票投资的平均年回报率(指复利,下同)这个统计数据开始分析。如果采用买入股票并长期持有的被动投资策略,美国和世界1926~2005年的结果见表1。

我国股票长期投资的收益又如何呢?考虑到上证综合指数不断有新股加入计算,笔者选择了具有可比性的深圳成份指数,从1991年的最低396.52点开始到2005年的最低2590.53点之间的14年,计算出我国股票投资名义的平均回报率是14.35%,比美国和世界股

②不一定是垄断企业或龙头企业,但其行业地位不易受到挑战;③有较好的品牌和商誉;④公司各类资产配置得当;⑤有定期分红派现的习惯,并保持足够的现金流以备不时之需,同时严格控制

表1

投资组合	股票平均年回报率	长期债券年平均回报率
世界大盘股	9.85%	5.77%
美国大盘股	10.17%	5.38%
美国小盘股	12.01%	

表2

投资组合	美国 物价指数	世界 黄金市场	美国 短期国债	美国 长期国债	美国 股票市场
1997年年末数	11.65美元	12.06美元	3570美元	9285美元	64.9万亿美元
平均年回报率		0.018%	3.06%	3.58%	7.2%
美国小盘股	12.01%				

票市场的收益率稍高,符合新兴市场高成长的特点。以上几个简单的统计数据给我们带来了如下启迪:

第一,从长期投资来看,股票是抵御通货膨胀的最佳工具之一。股票市场价格波动的基本统计规律之一就是长期是不断向上的,价格指数总体上是重心不断抬高的过程。美国1802~1997年把1美元投资到不同市场的回报率情况见表2。股票长期投资具有保值功能很容易理解,持有上市公司股票在法律上等同于拥有公司同比例的资产,诸如土地、厂房、原料以及产品等实物资产在物价上涨的过程中会水涨船高,其抵御通货膨胀的效用毋庸置疑,而增值功能则是上市公司的盈利给投资人带来的。

负债比率;⑥很少执行过于密集的扩张政策,计划中的发展项目都能按步实施,每个阶段的进展能及时公开披露,且扩张计划大多与分红政策或再融资议案没有线性联系;⑦企业本身不被纳入国家

笔者认为美国股票1900~2000年间回报率10.17%高于1802~1997年间的7.2%,正是因为美国放弃美元与黄金挂钩的做法,导致通货膨胀走高带动的。另外一个有趣的结论是黄金有保值功能而没有增值功能,世界黄金在1980~2000年的20年间不但没有升值,反而贬值近一半,因此不可把黄金短期的避险功能错误地理解成其具有增值效用。

第二,股票长期投资收益超越债券。从表1、表2中都可以清楚地看到,股权投资收益超过债券投资。学者们一直都在困惑长期投资者为什么要选择债券而不是股票,并把这个难以理解的现象称为“股权溢价之谜”。金融学者们把股票投资的收益分为时间报酬和风险补偿

宏观政策调控范围,并受到当地政府部门的肯定和重视;⑧总股本规模不宜过于庞大(最好不超100亿元),机构常驻数量也不多。■

责任编辑 刘莹